

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Analýza financování reálné investice podniku

Analysis of financing of company real investment

Student: Michal Mazur

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Tadeusz Szweda

Ostrava 2008

OBSAH

ÚVOD	3
1 CHARAKTERISTIKA FOREM DLOUHODOBÉHO FINANCOVÁNÍ	5
1.1. Atributy dlouhodobého financování	5
1.2. Bankovní úvěr	6
1.2.1. Členění dlouhodobých úvěrů	8
1.2.2. Výhody a nevýhody úvěru	12
1.3. Leasing	13
1.3.1. Finanční leasing	13
1.3.2. Operativní leasing	16
1.3.3. Daňová úprava leasingu	17
1.3.4. Výpočet leasingu	18
1.3.5. Výhody a nevýhody leasingu	19
1.4. Hotovostní financování	20
1.4.1. Zadržený zisk	20
1.4.2. Odpisy	22
1.4.3. Výhody a nevýhody interních zdrojů financování	25
2 METODY HODNOCENÍ EFEKTIVNOSTI FINANCOVÁNÍ	26
2.1. Úrokový daňový štít a ziskový účinek finanční páky	28
2.2. Čistá současná hodnota	30
2.3. Čistá výhoda leasingu	32
2.4. Vnitřní výnosové procento	34
2.5. Doba návratnosti	35

3 VOLBA FINANCOVÁNÍ VYBRANÉ REÁLNÉ INVESTICE	37
3.1. Současná hodnota peněžních prostředků	37
3.2. Odpisy	38
3.3. Hotovostní financování investice	39
3.4. Úvěrové financování investice	41
3.5. Leasingové financování investice	43
3.6. Srovnání jednotlivých variant financování za 5letý horizont	45
3.7. Srovnání jednotlivých variant financování za 6letý horizont	46
ZÁVĚR	48
Seznam použité literatury	50
Seznam zkratek	51
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	53
Seznam příloh	54

ÚVOD

Pod pojmem financování reálných investic podniku chápeme získávání finančních zdrojů v podobě peněz a kapitálu, které jsou použity k výstavbě, provozu, modernizaci a rozvoji v podniku, prostřednictvím realizace investičního projektu, který je z těchto zdrojů financován. Aby bylo financování pomocí těchto zdrojů pro podnik přínosem, musí být efektivní tzn. dosahovat nejnižší cenu spojenou s jejich používáním a musí mít nejnižší náklady spojené s jejich získáním.

Dlouhodobé financování podniku slouží pro získání platebních prostředků a kapitálu, které podnik použije na nákup dlouhodobého majetku hmotného, nehmotného nebo finančního. Přičemž se může jednat o nákup fixního majetku, jeho obnovu či rozšíření. Většina podniků se časem dostane do situace, kdy se svým stávajícím vybavením či velikostí výrobní kapacity není schopna dalšího rozvoje nebo se teprve chystá s výrobním programem začít. Proto je nucena zakoupit nové výrobní zařízení, prostory apod., které vyžadují finanční prostředky a jsou v tomto majetku dlouhodobě vázány. V rámci financování podniku dojde k přírůstku kapitálu, který představuje zvýšení aktiv a pasiv v rozvaze podniku. Proces pořízení fixního majetku se nesmí podceňovat, proto je zapotřebí zanalyzovat dostupné formy financování a vybrat z nich takovou, která bude nejefektivnější. Je třeba si uvědomit, že kapitál v rámci podniku, slouží nejen pro nákup investičního majetku, ale například i pro založení podniku, transformaci na jinou právní formu, zajištění likvidity atd.

Konkrétně je tato práce zaměřena na dlouhodobé financování interními zdroji čili tzv. samofinancování a financování externími zdroji tzn. dluhovými zdroji.

Cílem bakalářské práce je analyzovat hlavní formy dlouhodobého financování z hlediska tvorby hodnoty. Na základě této hodnotové analýzy navrhnout nejefektivnější variantu financování podnikové investice do dlouhodobého majetku, jenž zároveň splňuje požadavky formulované podnikovou finanční politikou. Dílčím cílem práce bude zjištění, zda vybraná investice splňuje kritéria ekonomické efektivnosti pro její realizaci.

Hodnotová analýza zdrojů financování bude provedena s využitím dynamické metody čisté současné hodnoty.

Účelem práce je shrnout poznatky vztahující se k formám financování a navrhnout jednotlivý postup.

Práce je členěna do tří hlavních kapitol, které se dělí na jednotlivé podkapitoly. První dvě kapitoly obsahují teoretická východiska a metody využívané u hodnocení efektivnosti investic, třetí se zabývá praktickou stránkou věci.

První kapitola se zaměřuje na charakteristiku financování, jeho atributů a jednotlivých forem financování. Vymezuje obecné finanční pojmy, obsahuje základní klasifikaci úvěrů, leasingu a samofinancování včetně metod jejich výpočtu.

Druhá kapitola obsahuje charakteristiku metod hodnocení efektivnosti investice. Věnuje se zejména problematice čisté současné hodnoty, daňovým úsporám, době návratnosti a vnitřnímu výnosovému procentu. Stanoví jejich slabé a silné stránky, výpočtové vztahy a charakterizuje je pomocí základních vlastností.

Účelem třetí kapitoly je zachytit a zanalyzovat jednotlivé zdroje financování pro využití při pořízení výrobní linky na výrobu ochucených nápojů, na základě kritérií jenž si podnik stanovil. V této kapitole se zkoumá výše daňových úspor, čisté současné hodnoty. Kapitola dále srovnává jednotlivé zdroje financování na základě kritérií uvedených v kapitole druhé a jednotlivé zdroje financování vyhodnocuje.

Tato bakalářská práce vychází z právních předpisů platných k 1. lednu 2008.

1 Charakteristika forem dlouhodobého financování

Tato kapitola pojednává o základních atributech dlouhodobého financování a také charakterizuje a člení jednotlivé dlouhodobé zdroje využívané pro financování reálných investic podniku.

1.1 Atributy dlouhodobého financování

Klasifikace zdrojů financování

Zdroje dlouhodobého financování lze dělit podle několika kritérií.

1. původ kapitálu

- a) *samofinancování* (vnitřní financování),
- b) *vnější financování*.

Pro financování reálných investic existují dvě možnosti financování, pomocí interních či externích zdrojů. V případě financování pouze interními zdroji se jedná o samofinancování. Interní zdroje financování jsou zpravidla zadržovaný zisk, odpisy a změna čistého pracovního kapitálu. Mezi externí zdroje financování patří leasing, vydávání obligací, úvěrové financování v podobě dodavatelského, hypotekárního a investičního úvěru. O jejich využití podnik rozhoduje na základě analýz výhodnosti a stanovených kritérií a cílů, jenž podnik požaduje.

Na první pohled by se mohlo zdát, že financování vlastními zdroji je pro podnik nejlepší, jelikož by daný fixní majetek financoval plně z vlastních zdrojů a nevznikaly by mu závazky a náklady na externí kapitál, a tím by se podniku nezvyšoval stupeň zadlužení. Jelikož podnik většinou nemá nadbytečné finanční prostředky a zisk není stabilní veličinou, dochází k využívání externích zdrojů financování. Dlouhodobé investice jsou obvykle nákladné, takže je zde i problém s jeho financováním a výběrem formy financování, jelikož hodnotové přínosy pro podnik jsou různé u různých modelů financování, tudíž se preferuje pravidlo nejefektivnější struktury financování, čili takové, která se vyznačuje nejnižšími náklady kapitálu vynaloženými na tyto zdroje.

2. vlastnictví kapitálu

- a) *financování vlastním kapitálem* – využívá se prostředků vytvořených v podniku, jedná se tedy hlavně o zisk a odpisy,
- b) *financování cizím kapitálem* – jedná se dluhové financování zpravidla úvěry nebo leasingem.

3. dispoziční lhůta

- a) *dlouhodobé financování* – financování delší 4 let,
- b) *střednědobé financování* – financování v horizontu 1 až 4 let,
- c) *krátkodobé financování* - financování do jednoho roku.

Při rozhodování o volbě financování podniku je třeba brát zřetel na několik aspektů, jelikož struktura financování má vliv na finanční stabilitu podniku a také efekt plynoucí z investice. Obecně je financování vlastními zdroji nákladnější než zdroji cizími, které podniku zvyšují náklady a tím snižují daň ze zisku. Naopak nevýhodou využití cizích zdrojů financování je negativní dopad na stabilitu podniku, protože se zvyšujícím se množstvím cizího kapitálu stoupají úroky a splátky, a tím může být ohrožena likvidita podniku. Proto zde dochází ke kompromisu mezi efektivností investice a podnikovou stabilitou.

Cena kapitálu je relativní veličina, která představuje množství peněz v podobě alternativního nákladu, které musí podnik vynaložit za kapitál použitý ve financování. Cenu kapitálu nejvíce ovlivňuje úroková sazba, která má přímý vliv na cizí kapitál podniku. Ovlivňují ji však i vnitřní faktory. Každý podnik má jiné alternativní náklady kapitálu, protože hospodaří jinak a jejich efektivita je rozdílná. Čím efektivněji podnik s nákladem hospodaří, tím nižší má cenu kapitálu. Cena kapitálů bývá dlouhodobější, jelikož kapitálová struktura podniku se často nemění.

1.2 Bankovní úvěr

Dlouhodobý úvěr se zařazuje mezi externí zdroje financování, který slouží k získání peněžních prostředků zvláště pro podnikatelskou činnost. Úvěry dlouhodobé jsou charakterické tím, že prostředky, které z něho podnik čerpá, chce využít za konkrétním účelem, kterým bývá často pořízení investičního majetku. Platí zde

pravidlo, že čím větší úvěr požadujeme a na čím delší dobu je, tím větší nároky budou kladeny ze strany banky na naši bonitu. Doba splatnosti závisí na konkrétních podmínkách dohodnutých ve smlouvě o úvěru, ale zpravidla se mezi dlouhodobé úvěry zařazují úvěry, které přesahují čtyřletou dobu splatnosti. Do čtyř let se pak jedná o úvěry střednědobé a krátkodobé. Úvěr vzniká na základě dohody mezi věřitelem a dlužníkem, kdy věřitel půjčí své volné finanční prostředky dlužníkovi na určitou dobu a za určitých podmínek. V předem daném termínu věřitel žádá o splacení úvěru společně s požadavkem určitého druhu prémie ve formě úroku z poskytnutého úvěru. Úvěr je jednou ze základních operací bank, která patří mezi její aktivní operace a je jejich hlavním příjmem. Dlužníkem může být stát, územní samosprávné celky, jiné banky, fyzické nebo právnické osoby jenž podnikají nebo i fyzické osoby nepodnikatelé. Věřitelem je v případě bankovního úvěru většinou banka, která se řídí svou úvěrovou politikou a předem nastavenými podmínkami pro poskytování úvěru. Banky obvykle požadují dobrou bonitu, což je schopnost dostát svých závazků. Bonita je důležitou informací o žadateli o úvěr, jelikož v případě špatné bonity by nemusel být schopen splatit úvěr a bance by vznikly vysoké náklady a úvěr, který poskytla by nebyl návratný.

Bonitu banka posuzuje pomocí analýzy, která zkoumá:

- schopnost žadatele o úvěr splácet úvěr i s úroky – zde se posuzuje příjmy nepodnikatele nebo finanční situaci u podnikatele,
- zda poskytnutím úvěru nebude porušen zákon,
- ochotu žadatele úvěr splácet,
- zda je poskytnutí úvěru v souladu s politikou o poskytování úvěru a nepřivede banku jako věřitele k platební neschopnosti.

Součástí posouzení bonity banka zahrnuje i požadavek zajištění úvěru formou:

- zajištěním úvěru pomocí nemovitosti dlužníka,
- zajištění úvěru pomocí terminovaných vkladů dlužníka nebo terminovaných vkladů třetí osoby, která je jeho ručitelem.

Druhým důležitým kritériem pro poskytnutí úvěru je jeho výnosnost, která je vyjádřena úrokovou sazbou. Výši úrokové sazby z úvěru ovlivňují zejména sazby stanovené Českou národní bankou, typ úvěru, o který má žadatel zájem, míra inflace,

jiný makroekonomické agregáty, výše sazeb, za které úvěry poskytuje konkurence a také výše nákladů banky, jenž jsou s úvěrem spojeny.

Při uzavírání smlouvy o úvěru je možné si vybrat jednu s následujících sazeb:

1. **pohyblivá úroková sazba** – od pevné úrokové sazby se liší tím, že ve smlouvě o úvěru není stanovena sazba pevně v procentech, ale jsou tam stanoveny odchylky od základní sazby,
2. **pevná úroková sazba** – je pevně stanovena procentem, které vyjadřuje výši úroků z úvěru.

Pokud bude žadateli o úvěr vyhověno ve věci poskytnutí úvěru, tak dojde k uzavření úvěrové smlouvy. Podepsáním úvěrové smlouvy se banka v roli věřitele zavazuje půjčit požadovanou výši peněžních prostředků dlužníkovi, který je zavázán tyto peněžní prostředky vrátit a zaplatit úroky v době splatnosti úvěru. Cenou úvěru jsou tedy úroky a do celkových nákladů, které musí dlužník vynaložit jsou kromě úroků, také splátky úvěru a administrativní poplatky spojené se získáním a čerpáním úvěru.

1.2.1 Členění dlouhodobých úvěrů

Dlouhodobé úvěry se člení dle několika hledisek:

1. členění dle zajištění úvěru

- a) úvěry zajištěné – jedná se o úvěry, u kterých banka požaduje zajištění pro případ nesplacení úvěru,
- b) úvěry nezajištěné – u těchto úvěrů banka nepožaduje zajištění a většinou jsou nezajištěné úvěry poskytovány velmi bonitním klientům nebo v případě úvěrů poskytovaných na nižší částky.

2. měnové členění

- a) korunový úvěr – úvěr je veden v CZK,
- b) devizový úvěr – úvěr je veden v jiné měně než CZK.

3. teritoriální členění

- a) tuzemský úvěr – úvěr, který je poskytnut v tuzemsku,
- b) zahraniční úvěr – úvěr, který je poskytnut v zahraničí.

4. členění dle typu

- a) bankovní úvěr – viz strana 9,
- b) dodavatelský úvěr - viz strana 11.

Bankovní úvěr

Tento úvěr je poskytován hlavně komerčními bankami, ale poskytují ho i penzijní fondy a pojišťovací společnosti.

Bankovní úvěry se dělí na:

1. **hypotekární úvěr** – jedná se o dlouhodobý nebo střednědobý úvěr, který je určen pro získání finančních prostředků na bydlení, a to konkrétně na nákup nemovitosti nebo její nájem. U tohoto úvěru existuje zástavní právo k nemovitosti, které je využíváno u tzv. americké hypotéky, čili ke krytí jiného úvěru nemovitostí. Hypotekární úvěr je financován emisí hypotečních zástavních listů, kdy podnik nejprve nabídne svůj nemovitý majetek k zástavě ve prospěch banky, a tím tento majetek zatíží hypotékou, která je zapsána do katastru nemovitostí. Banka tímto získá ručení za úvěr v podobě nemovitosti, kterou si nechá ocenit a na část této hodnoty emituje hypoteční zástavní listy, které jsou uvedeny na kapitálový trh. Peněžní prostředky, které banka získá při prodeji hypotečních zástavních listů využije pro financování úvěru, který podniku poskytla. Podnik má povinnost na základě úvěrové smlouvy splácet bance úvěr a po splacení úvěru dojde k výmazu hypotéky u majetku jenž byl hypotékou zatížen. Podnik musí kromě splacení úvěru, také úvěr využít pro účely uvedené v úvěrové smlouvě.
2. **investiční úvěr** – je zpravidla využíván pro financování investic zejména se střednědobou nebo dlouhodobou dobou splatnosti. U investičních úvěrů banky požadují zástavu ve formě nemovitého a movitého majetku, cenných papírů, pohledávek apod. Banky se při poskytování tohoto úvěrů zajímají hlavně o bonitu, investiční plán a studie proveditelnosti žadatele o úvěr, jelikož částky čerpané u investičního úvěru jsou mnohem vyšší než u běžného úvěru, a to z důvodu financování rozsáhlých investičních projektů. Úvěr se čerpá jednorázově nebo průběžně dle stanovených podmínek v úvěrové smlouvě. Podle umořovacího plánu se postupně umořuje úvěr až do doby splatnosti úvěru. Pro výpočet úroků z úvěru

převládá využití pevné úrokové sazby. Banka si ve smlouvě také stanoví podmínky pro případ nesplnění závazků ze strany dlužníka. Za zpracování a poskytnutí úvěru si účtuje poplatek, který je vyšší než poplatky za poskytnutí běžného úvěru.

Úvěr může být splácen dvěma způsoby:

1. **anuitní splácení** – anuitní splátku zjistíme pomocí umořovatele. Výhodou anuitního splácení je rovnoměrný nápor na likviditu podniku. Nevýhodou je náročnější výpočet celého splátkového kalendáře a rozlišení úmoru a úroku ve splátkách.

Vztah pro výpočet anuitní splátky:¹

$$A = PV_A * \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{T*m} * i}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{T*m} - 1} \quad / 1.1 /$$

T počet let, po které se bude úvěr splácet

m počet splátek v jednom roce

A anuitní splátka

PV_A současná hodnota úvěru (počáteční výše úvěru)

i úroková sazba za jednotlivá období

Rozlišit úmor a úrok v jednotlivých anuitních splátkách je možný pomocí výpočtu:

$$u_j = i * Z_{j-1} \quad / 1.2 /$$

$$M_j = A - u_j \quad / 1.3 /$$

u_j výše úroku v j -té splátce

M_j výše úmoru v j -té splátce

Z_{j-1} zůstatek dlužné částky po j -té splátce

2. **rovnoměrné splácení** – u tohoto druhu splacení se každá pravidelná splátka liší svou velikostí, přičemž výše úmoru je vždy v jednotlivých obdobích stejná a mění se pouze výše úroků. Výhodou tohoto způsobu splacení je velmi jednoduchý výpočet

¹ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0. str. 29

úmoru a úroku, a také sestavení splátkového kalendáře. Nevýhodou je poměrná zátěž na likviditu v prvních letech úvěru.

Vztah pro výpočet výše úmoru:

$$M = \frac{PV_A}{T \cdot m} \quad / 1.4/$$

M *konstantní úmor*

PV_A *současná hodnota úvěru (počáteční výše úvěru)*

T *počet let, po které se bude úvěr splácet*

m *počet splátek v jednom roce*

Vztah pro výpočet výše úroku:

$$u_j = i * Z_{j-1} \quad / 1.5 /$$

u_j *výše úroku v j-té splátce*

Z_{j-1} *zůstatek dlužné částky po j-té splátce*

Dodavatelský úvěr

Úvěr je poskytován odběrateli ve formě fixního (investičního) majetku především ve formě strojů a zařízení. Od toho se také odvíjí fakt, že nejčastěji jsou poskytovateli dodavatelského úvěru dodavatelé strojů a výrobních nebo technologických zařízení. Úvěr je poskytnut ve formě odložené platby za dodaný majetek nebo zboží. Dodavateli se za tento úvěr náleží splátky včetně úroků, které mu odběratel splácí postupně nebo najednou. Kromě kupní ceny majetku si může podnik zahrnout do pořizovací ceny výši úroků a celkovou cenu pak odpisovat. Výše dodavatelského úvěru bývá menší než kupní cena dodaného majetku, a to z toho důvodu, že odběratel dodavateli zaplatí část kupní ceny a na zbytek je dodavatelský úvěr poskytnut. Výše úroků záleží od dohody s dodavatelem, jelikož pro něj je důležité majetek prodat, takže v případě, že má dostatek volných peněžních prostředků, může odběrateli poskytnout úvěr s nižším úročením než v případě bankovního úvěru a pokud mu peněžní prostředky chybí, tak se výše úroků bude odvíjet od refinanční sazby, za kterou byl dodavateli poskytnut úvěr bankou. Tyto úvěry bývají kryty směnkou, kterou může dodavatel eskontovat do banky a získat peněžní prostředky formou eskontního úvěru.

Existují dva typy dodavatelských úvěrů:

1. **podmíněný prodejní kontrakt** – kdy se odběratel stává vlastníkem až po úhradě všech splátek a úroků. Do doby než se tak stane, je vlastníkem fixního majetku dodavatel, který má záruku ve formě daného majetku v případě nesplacení odběratelem,
2. **movitá zástava** – využívá se jako typ úvěru, kdy dodavatel přistoupí na odložení platby pokud mu odběratel zaručí pomocí movité zástavy splacení úvěru.

1.2.2 Výhody a nevýhody úvěru

Výhody úvěru

- možnost získat požadované finanční prostředky na dobu střednědobou nebo dlouhodobou, a výběr z několika druhů úvěrů, u kterých jsou banky ochotny přizpůsobit je na přání klienta,
- úroky z úvěru si může podnik uplatnit do nákladů pokud splní podmínky stanovené v zákoně o daních z příjmů 586/1992 §25 a tyto náklady jsou daňově uznatelné a snižují základ daně ze zisku,
- úvěrové financování může podniku přinést pozitivní zvýšení rentability vlastního kapitálu,
- úvěr lze splácet anuitně nebo rovnoměrně dle požadavků klienta na likviditu a náročnost výpočtu úroků a úmoru,
- daňová úspora v podobě úrokového daňového štítu,
- flexibilita u struktury financování podniku v případě, že je v úvěrové smlouvě dohodnuto předčasné splacení úvěru.

Nevýhody úvěru

- banky většinou vyžadují pro poskytnutí úvěru záruky,
- vyřízení úvěru na vyšší částky je nákladné na čas, administrativu a poplatky s vyřízením jsou vyšší než u vyřízení klasického úvěru,
- během trvání úvěru je nutno úvěr v předem stanovených termínech splácet,
- výše úvěrové sazby může být vyšší pokud nemáme dobrou bonitu,
- úvěrové financování může pro podnik znamenat negativní dopad na rentabilitu VK,
- úroky z úvěru bývají vyšší než v případě podnikových obligací, které by společnost emitovala.

1.3 Leasing

Leasing z anglického pojmu „to lease“, který v překladu znamená „pronajímat“, představuje druh financování, který využívají podniky s nedostatkem vlastního kapitálu a nemohou nebo nechtějí využít formy úvěrového financování. Pod pojmem leasing si představujeme finanční produkt, který slouží k financování investičního majetku nebo jiných dlouhodobých předmětů leasingu, a to za předem sjednané nájemné v leasingové smlouvě. V leasingu dochází k zpravidla třístranným obchodním operacím mezi nájemcem, dodavatelem a pronajimatelem. Pronajimatel kupuje na přání nájemce majetek od dodavatele a následně jej za úplatu nájemci poskytuje k užívání. Pronajimatelem může být leasingová společnost nebo dealer, jejichž úkolem je zajistit pro zákazníka majetek dle jeho přání nebo si tento zákazník vybere z jejich nabídkového listu. Následně pronajimatel tento předmět pronajme zákazníkovi za předem sjednaných podmínek, na určitý nebo neurčitý čas s možností odkupu předmětu po řádném ukončení doby trvání leasingové smlouvy. Základním prvkem leasingu je tedy leasingový předmět, kterým může být věc nehmotnou i hmotnou movitou a nemovitou s dlouhodobou životností. Začátek leasingu vzniká uzavřením leasingové smlouvy nebo v okamžiku, kdy se jedna strana zavazuje druhé. Začátkem je pak termín, jenž se vyskytl dříve. V leasingu se operuje s pojmem ekonomické životnosti, kterým je období, kdy se očekává, že majetek bude ekonomicky využitelný jedním nebo více uživateli.

1.3.1 Finanční leasing

Finanční leasing je základním a nejpoužívanějším typem leasingu. Zákon o daních z příjmů ho charakterizuje jako „finanční pronájem s následnou koupí najaté věci“. Funguje na principu kdy leasingová společnost pronajímá nájemci předmět leasingu dle kritérií a požadavků nájemce. Předmětem leasingu může být věc movitá i nemovitá. S tímto druhem leasingu je spojeno právo nájemce na odkoupení předmětu leasingu po řádném zaplacení všech leasingových splátek a kupní ceny. Celkové nájemné se blíží pořizovací ceně předmětu leasingu a délka trvání leasingu je spojena s délkou životnosti předmětu leasingu. Využitím finančního leasingu mohou podnikatelé i nepodnikatelé využívat předmět leasingu bez nutnosti zaplatit plnou cenu tohoto majetku. Tím mají větší množství volných finančních prostředků, ale jsou nuceni platit leasingové

společnosti splátky dle leasingové smlouvy. Délka pronájmu u finančního leasingu se může lišit u různých předmětů a také u jednotlivých leasingových společností. Lišit se může i výše akontaci čili první splátky, kterou si klient vybírá dle svých finančních možností s ohledem na nabídku leasingové společnosti. V případech kdy je zákazník znám svou vysokou solventností nebo již u dané leasingové společnosti měl uzavřenou smlouvu a řádně ji splnil, tak může leasingová společnost od akontace upustit nebo mu nabídne výhodnější podmínky leasingu. U finančního leasingu nájemce předmět leasingu nevlastní, ale nese za něj plně riziko spojená s užíváním a také mu vznikají náklady na udržování, servis a pojištění pokud se s leasingovou společností nedohodne jinak. Ve většině případů, kdy se jedná o vozidla je v ceně leasingu již havarijní a povinné ručení vozidla nebo také jeho servis. Pokud leasingová společnost nenabízí pojištění zdarma, tak má obvykle sjednaného smluvního pojistného partnera, u kterého se za sjednání pojištění zaplatí nižší cenu než u ostatních pojišťoven. Pojistit se dá i riziko nesplacení nájemného z důvodu ztráty zaměstnání apod.

Výhody finančního leasingu

- leasingové splátky je možné započítat do daňově uznatelných nákladů pokud splní minimální délku leasingové smlouvy,
- finanční leasing je veden v podrozvahové evidenci proto nevstupuje do bilance podniku,
- možnost získat majetek bez nutnosti zaplacení celé kupní ceny najednou.

Nevýhody finančního leasingu

- za riziko související s předmětem leasingu je plně zodpovědný nájemce,
- pořízení majetku leasingem je dražší než úvěrem nebo za hotové.

Základní členění leasingu je z hlediska majetkoprávních vztahů na začátku a na konci leasingové smlouvy. Jedná se o leasing finanční, operativní a zpětný. Kromě tohoto členění existuje celá řada dělení leasingů podle různých hledisek. Leasing se může členit z hlediska subjektů, kteří v něm vystupují atd.

Leasing s nárokem na koupi předmětu leasingu – na konci leasingu přechází vlastnické právo k předmětu leasingu z pronajimatele na nájemce. Možnost odkupu a převodu vlastnických práv je obsažena v leasingové smlouvě.

Leasing bez nároku na koupi předmětu leasingu – nájemce předmět leasingu nemůže odkoupit a zůstatková hodnota majetku připadá plně pronajimateli.

Tuzemský leasing – jedná se o leasing jehož účastníky jsou výhradně české subjekty.

Zahraniční leasing – jedná se o leasing, ve kterém jeden z účastníků leasingové operace má bydliště nebo sídlo v zahraničí. Účastníkem může být leasingová společnost nebo nájemce, ale může dojít i k případu, kdy se v tomto vztahu objevuje ještě dodavatel. Může se stát, že se předmět leasingu nachází v jiné zemi nebo je operace financována ještě z další země. Nevýhodou zahraničního leasingu je riziko spojené s různými legislativními úpravami jednotlivých zemí.

Leasing přímý – jedná se o nejpoužívanější typ leasingu, kdy nájemce požaduje konkrétní majetek od pronajmatele. Tento požadavek je specifikován hlavně cenou, dodacími podmínkami, konkrétními technickými parametry apod. Pokud pronajmatel může požadavek splnit, tak ho přijme a zpracuje tzn. majetek koupí nebo ihned pronajme pokud ho má již k dispozici. Nejčastěji zde platí trojstranný vztah mezi nájemcem, pronajmatelem a dodavatelem. Pronajmatel pronajme nájemci majetek dle leasingové smlouvy a ten mu za to platí nájemné.

Leasing úvěrovaný (=leverage leasing) – jedná o leasing, ve kterém vystupuje vedle nájemce a pronajmatele také banka, a to v podobě věřitele, která půjčuje peněžní prostředky pronajmateli. V případě nesplacení půjčky pronajmatelem nemá banka právo vymáhat dlužnou částku, ale má právo na majetek, na který finanční prostředky půjčila.

Leasing nepřímý (=zpětný leasing) - zpětný leasing je netradiční způsob financování, který funguje na principu zpětného odkupu věci, která je ve vlastnictví podnikatele. Někdy je nazýván nepřímým leasingem. Majitelem předmětu leasingu jsme my jako podnikatel, který potřebuje peněžní prostředky a proto převede tento majetek na leasingovou společnost, která nám za něj vyplatí částku, jenž se stanoví znaleckým posudkem. Následně nám tento majetek pronajme a požaduje za to nájemné ve výši, která se určí v leasingové smlouvě. Většinou je předmětem zpětného leasingu automobil, výrobní zařízení nebo technologie.

Výhody zpětného leasingu

- při nedostatku finančních prostředků je to možnost jak rychle získat finanční prostředky, a to bez nutnosti přijít o majetek,
- daňová výhoda z leasingu, která snižuje hospodářský výsledek a tím i daň, kterou musí podnik platit.

Nevýhody zpětného leasingu

- při prodeji majetku a při následných splátkách nájemného vznikají pro nájemce větší náklady a předmět leasingu se prodáží

1.3.2 Operativní leasing

Je také nazýván leasingem provozním a jedná se o časově omezený pronájem předmětu leasingu. Obvykle je délka provozního leasingu kratší než životnost předmětu leasingu. Doba pronájmu majetku je sjednávána dle požadavku zákazníka. Zpravidla bývá délka minimální doby pronájmu stanovena na jeden rok a maximální délka pronájmu závisí od požadavků zákazníka a také životnosti majetku. Operativní leasing se liší od finančního leasingu tím, že po ukončení doby leasingu předmět nájmu zůstává ve vlastnictví leasingové společnosti a nepřechází již do vlastnictví nájemce jak je tomu u finančního leasingu. V operativním leasingu vystupuje pronajímatel a nájemce. Pronajímatel poskytne nájemci do užívání leasingový předmět a za to mu nájemce platí nájemné, které je obsaženo v leasingové smlouvě. Leasingová společnost může výjimečně zakoupit majetek na přání zákazníka a následně ho tomuto zákazníkovi pronajmout. U provozního pronájmu nese riziko hrazení škod na předmětu pronajímatel. Ten také poskytuje služby jako pojištění, servis, běžné udržování majetku a jeho opravy. Náklady na poskytování těchto služeb pronajímatel zahrnuje do nájemného, které platí nájemce. Ve splátkách nájemného je zahrnuta i amortizace a administrativní poplatky.

Nevýhody operativního leasingu

- předmět není ve vlastnictví nájemce,
- rizika, za které odpovídá leasingová společnost jsou obsažena ve zvýšené ceně nájemného.

Výhody operativního leasingu

- v případě zničení, poškození a krádeže přebírá veškerá rizika leasingová společnost,
- riziko spojené s vlastnictvím a provozem předmětu leasingu je rizikem, jenž nese leasingová společnost,
- majetek můžeme pořídit na splátky bez nutnosti platit ihned plnou částku,
- dobu používání předmětu leasingu si zvolíme sami, po domluvě s leasingovou společností,
- při ukončení smlouvy existuje možnost odkupu předmětu leasingu po domluvě s leasingovou společností.

1.3.3 Daňová úprava leasingu

Daňová úprava leasingu se řídí dle Zákona o daních z příjmů č. 586/1992 Sb., ve kterém jsou uvedené kromě podstatných náležitostí leasingu, také podmínky daňového zvýhodnění při financování leasingem.

Dle § 24 (4) se nájemné u finančního pronájmu s následnou koupí najatého hmotného majetku, který lze podle tohoto zákona odpisovat, uznává jako výdaj (náklad) za podmínek:²

1. Doba nájmu pronajaté věci je delší než 20 % stanovené doby odpisování, nejméně však tři roky, u nemovitostí nejméně 8 let.
2. Po skončení tohoto nájmu následuje bezprostřední převod vlastnických práv k předmětu nájmu mezi vlastníkem a nájemcem. Kupní cena najatého hmotného majetku není však vyšší než zůstatková cena vypočtená ze vstupní ceny evidované u vlastníka, kterou by měl předmět nájmu v případě rovnoměrného odpisování v den prodeje. Pokud by došlo k tomu, že majetek je plně odepsán při rovnoměrném odpisování, tato podmínka platit nebude.
3. Po ukončení finančního pronájmu s následnou koupí najatého hmotného majetku zahrne poplatník takto odkoupený majetek do svého obchodního majetku.

² RYLOVÁ, Z., TUNKROVÁ, Z., ŠULC, I., KRŮČEK, Z. *Daňové zákony 2007*. Brno: Computer Press, 2006. ISBN 80-251-1318-3. str. 24

1.3.4 Výpočet leasingu

Pro výpočet leasingových splátek je nutno znát následující informace.

1. **výši pořizovací ceny předmětu leasingu (PC)** v Kč – je stanovena v leasingové smlouvě
2. **koeficient první zvýšené splátky (k)** nebo **první zvýšenou splátku (ZS)** v Kč – je stanoven v leasingové smlouvě v % nebo konkrétní částce. V případě procentního vyjádření se vypočítá pomocí vzorce:

$$ZS = PC \cdot k \quad / 1.6 /$$

3. **výši kupní ceny (KC)**, která se platí na konci pronájmu – je stanovena v leasingové smlouvě
4. **cenu leasingu (CL)** v Kč, kterou jsou všechny platby jenž musí nájemce platit

$$CL = ZS + KC + n \cdot PS \quad / 1.7 /$$

5. **leasingový koeficient (LK)** – jedná se o koeficient leasingového úročení a vyjadřuje kolikrát je pořízení leasingem dražší než pořízení okamžitě za kupní cenu.

$$LK = \frac{CL}{PC} \quad / 1.8 /$$

6. **finanční nájemné (FN)** v Kč, který je finančním nákladem pro nájemce a tato částka je daňově uznatelným nákladem

$$FN = \frac{CL}{n} \quad / 1.9 /$$

7. **pravidelná splátka (PS)** v Kč – splátka, kterou nájemce platí pronajímateli v pravidelných stanovených intervalech například roční, pololetní apod.

$$PS = (PC - KC - ZS) \cdot \frac{(1+i)^n \cdot i}{(1+i)^n - 1} + KC \cdot i \quad / 1.10 /$$

8. **počet splátek (n)** – počet splátek za celkovou dobu trvání leasingu
9. **úroková sazba (i)** v % - roční sazba se stanoví jako součet roční refinanční sazby a úrokové marže společnosti, tato sazba je nám známa ve finální podobě nikoliv dle dílčích částí

1.3.5 Výhody a nevýhody leasingu

Výhody leasingu

- nájemce může získat a využívat předmět leasingu i když nemá dostatek finančních prostředků na jeho pořízení,
- nájemce si může dovolit nejnovější technologie a výrobní zařízení, které by pro něj jinak byly nedostupné z důvodu vysoké kupní ceny,
- finanční prostředky, které nájemce nemusí zaplatit může investovat, ale pouze v případě, že je schopen vlastní PP zhodnotit lépe než je výše úrokové sazby, kterou si stanoví leasingová společnost při pořizování investice formou leasingu,
- u některých typů leasingu veškeré riziko spojené s předmětem leasingu přebírá pronajimatel,
- leasingová společnost získává levnější refinanční úvěr od banky než nájemce,
- splátky si může podnik zahrnout do nákladů po splnění předem stanovených podmínek, tím se jim sníží zisk a výše daně z jejich podnikatelské činnosti, kterou musí odvést.

Nevýhody leasingu

- nájemné, které se platí pronajimateli obsahuje i zisk pronajimatele, takže převyšuje kupní cenu předmětu leasingu,
- pronajimatel má nevýhodu v tom, že musí vynaložit finanční prostředky okamžitě a jejich návratnost je až formou nájemného, které platí nájemce,
- pokud se nájemce stane vlastníkem leasingového předmětu po řádném ukončení smlouvy, tak si ve většině případů nemůže uplatnit daňové výhody, jelikož u majetku využil odpisování pronajimatel a zcela ho odepsal,
- v případě bankrotu leasingové společnosti musí nájemce vrátit předmět pronájmu pronajimateli a pak žádat vyrovnání,
- vlastníkem předmětu je pronajimatel, tudíž k některým operacím je třeba jeho souhlasu,
- předčasné ukončení leasingové smlouvy ze strany nájemce, nese vysoké náklady v podobě penále,
- u některých druhů leasingu, jsou rizika přenesená na nájemce, takže v případě krádeže či poškození mu vznikají další náklady,

- podnik vykazuje během trvání leasingu nižší zisk, protože náklady na nájemné jej snižují,
- financování leasingem zkresluje informace tím, že formálně nezvyšuje ukazatel zadluženosti podniku a naopak zvyšuje likviditu, což zkresluje skutečnost,
- financování leasingem je obvykle dražší než financování úvěrem nebo interními zdroji, závisí to hlavně rozložení splátek v čase, leasingovém úročení a také jiných faktorů spojených s konkrétními druhy financování jako například výše úroků z úvěru, metoda odpisování apod.

1.4 Hotovostní financování

1.4.1 Zadržený zisk

Cílem každého podniku, který provozuje ekonomickou činnost je dosahovat zisk, který je výsledkem procesu zhodnocování majetku podniku pomocí podnikových činností. Zisk lze vyjádřit v peněžní podobě a jeho výše je sledována v účetnictví ve výkazu zisků a ztrát. Pomocí srovnání výnosů a nákladů, které jsou účetními nástroji, zjišťujeme výši hospodářského výsledku. Výsledek hospodaření je ziskem v případě, kdy je rozdíl mezi výnosy a náklady kladný. V opačném případě se jedná o ztrátu. Pro financování podniku je však nejdůležitější zadržený zisk, který se řadí mezi interní zdroje financování a je také zdrojem samofinancování, který lze použít k financování podnikových potřeb.

Výpočet hospodářského výsledku³

- + *Obchodní marže*
- + *Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb*
- *Náklady související s provozní činností*

= **Provozní výsledek hospodaření (=provozní zisk)**

- + *Výnosy z finanční činnosti*
- *Náklady z finanční činnosti*

= **Finanční výsledek hospodaření**

³ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0. str. 55

+	<i>Provozní výsledek hospodaření</i>
+	<i>Finanční výsledek hospodaření</i>
-	<i>Daň z příjmu za běžnou činnost</i>
=	Výsledek hospodaření za běžnou činnost
+	<i>Mimořádné výnosy</i>
-	<i>Mimořádné náklady</i>
-	<i>Daň ze zisku z mimořádné činnosti</i>
=	Mimořádný výsledek hospodaření
+	<i>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</i>
+	<i>Mimořádný výsledek hospodaření</i>
=	Výsledek hospodaření za účetní období (=zisk netto)
+	<i>Výsledek hospodaření za účetní období (=zisk netto)</i>
-	<i>vyplacení dividend, tantiém a podílů na zisku,</i>
-	<i>příděl do spotřebních fondů (sociální fondy apod.)</i>
=	zadržený zisk
-	<i>příděl do rozvojového fondu</i>
=	reinvestovaný zisk

Jak je vidět na schématu výše, tak na výši zadrženého zisku má největší vliv čistý zisk, který vyjadřuje hospodárnost činností podniku a slouží k zjištění efektivnosti podnikání pomocí komparace s vloženým kapitálem. Jestliže čistý zisk roste, tak za předpokladu neměnnosti poměru mezi položkami snižujícími zadržený zisk, bude množství zisku, který můžeme investovat růst. V opačném případě by došlo k poklesu zadrženého zisku. Pokud podnik vyplácí dividendy nebo podíly na zisku, tak zvyšováním těchto položek dojde k snížení velikosti zadrženého zisku. Od výše čistého zisku se odečtou i příděly do spotřebních fondů a tím získáváme zadržený zisk, který slouží pro financování investic a to v podobě obnovy stálých aktiv nebo realizace nových investičních projektů.

1.4.2 Odpisy

Odpisy majetku nejsou peněžním výdajem a zařazujeme je do provozních nákladů, které snižují daňový základ a ovlivňují výši hospodářského výsledku. Majetkem se rozumí majetek dlouhodobý hmotný i nehmotný. Odpisy patří k zdrojům samofinancování. Do doby obnovy dlouhodobého majetku patří k volným finančním zdrojům, který lze použít pro jakékoliv účely. Rozlišujeme odpisy účetní a daňové. Odpisy mají svůj význam při hotovostním a úvěrovém financování podniku, kde jsou využívány pro zjištění daňové úspory z odpisů, jenž jsou součástí výpočtu relevantních finančních toků.

Účetní odpisy

Upravuje zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, dle kterého jsou odpisy trvalým snížením ceny majetku. Účetní jednotky, které mají vlastnické nebo jiné právo k majetku, anebo které hospodaří s majetkem státu nebo s majetkem územních samosprávných celků, o něm účtují a odpisují v souladu s účetními metodami. V případech smlouvy o výpůjčce po dobu zajištění závazků převodem práva nebo v případech, kdy se vlastnické právo k movitým věcem nabývá na základě projevu vůle jiným způsobem než převzetím věci, o majetku účtují a odpisují jej účetní jednotky, které jej používají. Pozemky a jiný majetek vymezený zvláštními právními předpisy nebo prováděcími právními předpisy se neodpisuje.⁴

Účetní jednotky jsou povinny sestavovat odpisový plán, na jehož podkladě provádějí odpisování majetku v průběhu jeho používání. Podnik si stanoví výši účetních odpisů sám a to na základě zvoleného způsobu odpisování a konkrétního odpisovaného majetku. Uvedený majetek se odpisuje jen do výše jeho ocenění v účetnictví. Ocenění jednotlivého dlouhodobého nehmotného majetku a odpisovaného dlouhodobého hmotného majetku se zvyšuje o technické zhodnocení, k jehož odpisování je oprávněna účetní jednotka. V případě finančního leasingu se pořizovací cena majetku převzatého uživatelem do vlastnictví zvýší o technické zhodnocení odpisované uživatelem v průběhu užívání a pokračuje se v odpisování z takto zvýšené pořizovací ceny. Účetní odpisy by měly odpovídat reálnému opotřebení majetku, který se odepisuje z jeho vstupní ceny a to maximálně do výše celkového odepsání této ceny. Pomocí účetních

⁴ Zákon č.563/1991 Sb., o účetnictví

odpisů je podnik schopen reálně ocenit majetek podniku a to zjištěním zůstatkové ceny majetku. Zůstatková cena majetku se vypočítá tak, že se od pořizovací ceny majetku odečtou oprávky, jenž představují sumu odpisů za celkovou dobu odpisování majetku. Účetní odpisy nemají vliv na reálnou tržní cenu odpisovaného majetku, která je určována na základě působení tržních faktorů.

Výše účetních odpisů ovlivňuje disponibilní zisk pomocí intenzity odpisování, která se projeví v přehodnocení poměru mezi odpisy a ziskem v interních zdrojích financování, ale nedojde v žádném případě k zvýšení zdrojů samofinancování.

Na výši účetních odpisů mají největší vliv následující atributy.

1. **metody odpisování** – si podnik vybírá sám podle vlastního uvážení. Nejčastěji používanými metodami jsou:

a) metoda lineární – odpisy se rovnoměrně dělí na jednotlivá léta životnosti majetku

$$O = \frac{PC}{t} \quad / 1.11 /$$

O roční odpis

PC vstupní cena majetku

t počet let odpisování

b) metoda degresivní – odpisy se za jednotlivá léta odepisování majetku snižují

2. **dobu odpisování** – má v případě účetních odpisů velký význam, jelikož stanovení příliš krátké doby může znamenat razantní změnu na výši odpisů a podhodnotit dlouhodobý majetek.

3. **vstupní cena odpisovaného majetku** – jako vstupní cenu se využívá ceny reprodukční, pořizovací a oceňování vlastními náklady respektive oceňování ve vlastní režii.

Daňové odpisy

Daňové odpisy si podnik nestanoví sám, má pouze možnost výběru způsobu odpisování, a to lineární nebo zrychlené odpisování. Daňové odpisy slouží k zjištění základu daně ze zisku. Účetní zisk se dále upravuje o částku rozdílu mezi účetními

a daňovými odpisy pomocí mimoúčetních operací. Daňové odpisy jsou upraveny v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. V přílohách zákona o daních z příjmů jsou pak uvedeny jednotlivé druhy majetku, které jsou rozděleny dle odpisových skupin, ve kterých jsou stanoveny maximální doby odpisování majetku, odpisové sazby a koeficienty pro odpisování. Vybraný způsob odpisování se po dobu odpisování nesmí měnit a účetní odpisy mohou být daňově uznány pouze do výše daňových odpisů, takže pokud jsou účetní odpisy vyšší než daňové, tak bude účetní zisk vyšší o tento rozdíl a jestliže daňové odpisy budou vyšší než účetní, tak bude účetní zisk nižší o tento rozdíl.

Hmotný majetek odpisuje poplatník, který má k tomuto majetku vlastnické právo, organizační složka státu příslušná hospodařit s majetkem státu, státní podnik, národní podnik a státní organizace příslušná hospodařit s majetkem státu. Vstupní cenou hmotného majetku se rozumí pořizovací cena, za kterou je majetek pořízen. Součástí vstupní ceny hmotného majetku uvedeného jsou i výdaje (náklady) na vyvolanou investici, kterou se pro účely tohoto zákona rozumí výdaje (náklady) vynaložené na pořízení majetku převedeného do vlastnictví jiného subjektu a podmiňujícího funkci nebo užívání hmotného majetku uvedeného. Technické zhodnocení zvyšuje vstupní cenu a zároveň u majetku odpisovaného zůstatkovou cenu příslušného majetku v tom zdaňovacím období, kdy je technické zhodnocení dokončeno a uvedeno do stavu způsobilého obvyklému užívání. Hmotný majetek a nehmotný majetek se odpisuje nejvýše do vstupní ceny nebo do zvýšené vstupní ceny.⁵

Výpočet zrychlených odpisů

$$\text{Odpis v prvním roce} = \frac{VC}{k_1} \quad / 1.12 /$$

VC vstupní cena

k_1 koeficient pro první rok odpisování

⁵ RYLOVÁ, Z., TUNKROVÁ, Z., ŠULC, I., KRŮČEK, Z. *Daňové zákony 2007*. Brno: Computer Press, 2006. ISBN 80-251-1318-3 str. 27

$$\underline{\text{Odpis v dalších letech}} = \frac{2 * ZC}{k_j - t} \quad / 1.13 /$$

ZC *zůstatková cena*

k_j *koeficient v dalších letech odpisování*

t *počet let, po které již byl majetek odpisován*

Výpočet rovnoměrných odpisů

$$\underline{\text{Odpis v prvním roce}} = \frac{VC}{100} * s_1 \quad / 1.14 /$$

VC *vstupní cena*

s_1 *odpisová sazba v prvním roce odpisování*

$$\underline{\text{Odpis v dalších letech}} = \frac{VC}{100} * s_j \quad / 1.15 /$$

VC *vstupní cena*

s_j *odpisová sazba v prvním roce odpisování*

1.4.3 Výhody a nevýhody interních zdrojů financování

Výhodou financování podniku pomocí zadrženého zisku a odpisů je ta, že podniku se nezvyšuje ukazatel zadluženosti, jelikož výše cizího kapitálu nestoupá. U některých rizikových projektů, pro které by bylo velmi obtížné nebo nemožné získat úvěr nebo je financovat jiným způsobem, vzniká možnost financování z vlastních zdrojů pomocí samofinancování. Výhodou je rovněž neměnnost vlastníků a managementu podniku, kteří u financování interními zdroji zůstávají bez změny. Výhodou odpisů je, že se jedná o stabilní zdroj financování, protože zde nevznikají takové výkyvy jako u zisku. Tvorba odpisů jako zdroje financování je také jednoduchá a podnik nemusí dosahovat zisku.

Nevýhodou je nestabilita zisku a nemožnost jeho přesné predikce v čase a financování interními zdroji financování bývá obecně dražším zdrojem financování než je tomu u zdrojů externích. Nižší zisk znamená pro podnik nižší ukazatel rentability vlastního kapitálu. Nevýhodou je i fakt, že inflace znehodnocuje odpisy.

2 Metody hodnocení efektivnosti financování

Analýza efektivnosti forem financování slouží pro posuzování dopadů financování na růst hodnoty podniku. Aby tato analýza byla věrohodná, musí se zakládat na dynamickém finančním přístupu tzn. musí respektovat faktor času a efekty plynoucí z daňových úspor. Finančním důsledkem investice je relativně dlouhodobá řada peněžních toků, výdajů a příjmů, a to v různé výši a časovém rozložení. Pro jejich ekonomicky relevantní vyhodnocení je nezbytné všechny tyto toky uvažovat hodnotově ke stejnému okamžiku, tzn. vyjádřit je v současných hodnotách. Každá volba způsobu financování se vyznačuje určitými peněžními toky a daňovými efekty. Mezi přednosti finančního hodnocení investice patří fakt, že bezprostředně v dnešních cenách vyčísluje přínos investice jako přírůstek tržní hodnoty podniku, čímž identifikuje příspěvek investice k plnění tohoto hlavního cíle podnikání. Představuje jaké přínosy majetek přinese v budoucnosti.

Finančním hodnocením investičních příležitostí se rozumí:

- identifikace investice pomocí peněžních toků investice, tj. kapitálových výdajů (KV) a peněžních příjmů (PP),
- kvantitativní vyhodnocení investice pomocí techniky diskontovaných peněžních toků, tj. vyčíslení předpokládané hodnoty investice ekonomickými ukazateli (ČSH, IRR aj.).

Finanční posuzovaná investice má tři základní fáze:

1. identifikace a kvantifikace peněžních příjmů a kapitálových výdajů,
2. zjištění hodnoty investice pomocí ekonomických ukazatelů,
3. porovnání zjištěné hodnoty investice s akceptačním kritériem, který je vyjádřen ekonomickým požadavkem investora.

Principy hodnocení efektivnosti financování

1. Princip peněžního toku – je významnou kategorií jelikož představuje schopnost podniku produkovat peníze a vyjadřuje na základě příjmů a výdajů PP hotovostní toky plynoucí v podniku. Pořizování investic je výdajem peněz, který bývá označován jako kapitálový výdaj. Jelikož se jedná o výdaj, tak budou i účinky

plynoucí z investice vyjádřeny množstvím peněz. Efekty z investice jsou proto vyjádřeny peněžními příjmy. PP a KV jsou peněžní toky, které se vyčísľují pouze finančně. Výsledné saldo efektů a vkladů vyčísľuje hodnotově a v dnešních cenách přírůstek, respektive úbytek vlastního jmění v časovém horizontu, pro který identifikujeme účinky investice.

2. Princip ceny kapitálu – u hodnocení efektivnosti investice musí být vnímána cena kapitálu (cizí, vlastní). Cenou kapitálu rozumíme množství peněz při zohlednění příslušných daňových efektů, které podnik musí vynaložit za možnost používat ke svému podnikání daný kapitál. Úrok jakožto daňově uznatelný náklad přináší podniku snížení ceny cizího kapitálu v podobě daňové úspory z úroku.
3. Princip hodnotové ekvivalence – jedná se o respektování faktoru času a rizika. Pod pojmem faktor času se rozumí fakt, že peněžní prostředky vlastněné dnes mají větší hodnotu než peněžní prostředky vlastněné v budoucnu, jelikož je můžeme zhodnocovat pomocí investování. Respektování faktoru času znamená sčítání nebo srovnávání PTI za různé časové okamžiky pouze po přepočtení na současné hodnoty, které se provádí diskontováním PT.
4. Princip čisté současné hodnoty – čistou současnou hodnotou se rozumí rozdíl mezi SH očekávaných budoucích přínosů z investice a kapitálovými výdaji na investici. Rozdíl je pak vyčíslení výsledného reálného efektu z investice

Závěry spojené s hodnocením efektivnosti IP

- je třeba preferovat metody, které respektují faktor času, tj. ČSH, IRR a DN,
- u vzájemně se vylučujících projektů je nejvhodnější metoda ČSH,
- při posuzování investic je nezbytné dbát na jejich srovnatelnost, zejména z hlediska rizika,
- na výběr metody má vliv charakter investice a také současná ekonomická situace podniku,
- stejně jako výběr metody je důležité zajistit věrohodné vstupní údaje o kapitálových výdajích a peněžních příjmech z investice.

V ekonomické teorii a praxi existuje celá řada metod sloužících pro posouzení efektivnosti investičních projektů. Tyto metody se dělí na dva hlediska: čas a efekt z investice.

Metody hodnocení efektivnosti financování s ohledem na čas

1. statické metody – u této metody faktor času nemá význam a nerespektuje se. Používá se v případech, kdy v investičním projektu faktor času nehraje významnou roli, zejména u projektů s krátkou životností investičního majetku. Zde patří například prostá doba návratnosti.
2. dynamické metody – v případě této metody je faktor času respektován. Používají se v případech, kdy v investičním projektu faktor času hraje významnou roli, což je hlavně u projektů dlouhodobých, kde je ekonomická životnost investičního majetku dlouhá. Mezi dynamické metody patří například diskontovaná doba návratnosti, vnitřní výnosové procento, čistá současná hodnota.

Metody hodnocení efektivnosti financování s ohledem na efekt

1. finanční metody – jsou založené na zjišťování peněžních toků investice a kritériem hodnocení investice je pak čistá současná hodnota investice
2. nákladové metody – jsou založené na zjišťování nákladů, zisku atd. Kritériem hodnocení investice jsou úspory nákladů, zvýšení zisku atd.

2.1 Úrokový daňový štít a ziskový účinek finanční páky

Při financování úvěrem nebo leasingem podniku vzniká výhoda v podobě **úrokového daňového štítu**, který vzniká při dluhovém financování a představuje pro podnik daňovou úsporu. Náklady v podobě úroků z úvěru, odpisů dlouhodobého majetku a leasingových plateb jsou tedy z hlediska nákladů daňově uznatelné a touto skutečností výši základu pro výpočet daně ze zisku snižují.

$$D\dot{U}_{\dot{U}} = \dot{u} * d \quad / 2.1 /$$

\dot{u} výše úroku (v Kč)

d daňová sazba (v desetinném vyjádření)

$D\dot{U}_{\dot{U}}$ úrokový daňový štít

U dluhového financování se podnik snaží dosáhnout zvýšení rentability vlastního kapitálu podniku. S touto problematikou je spojen výpočet **ziskového účinku finanční páky**⁶, který představuje výsledný dluhový efekt.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{EBT} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{T} * \frac{T}{A} * \frac{A}{VK} \quad / 2.2 /$$

$$ZÚFP = \frac{EBT}{EBIT} * \frac{A}{VK} \quad / 2.3 /$$

ZÚFT *ziskový účinek finanční páky*

EBT *zisk před zdaněním*

A *aktiva*

EBIT *zisk před úroky a daněmi*

T *tržby*

VK *vlastní kapitál*

EAT *zisk po zdanění*

ROE *rentabilita vlastního kapitálu*

ZÚFP > 1 => zadluženost podniku stoupá společně s výši ukazatele rentability vlastního kapitálu, což znamená, že zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu VK podniku.

ZÚFP < 1 => zadluženost podniku stoupá, ale výše rentability vlastního kapitálu podniku klesá. Tato situace je pro podnik nepříznivá a zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má negativní vliv na rentabilitu VK.

Pro docílení pozitivního efektu dluhového financování musí být splněna podmínka:

$$(ROA - i_u) > 0 \quad / 2.4 /$$

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \quad / 2.5 /$$

i_u *úroková sazba dluhu*

ROA *rentabilita aktiv*

⁶ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0.

Pozitivní efekt dluhového financování znamená, že dojde ke zvýšení hodnotového přírůstku vytvořeného investicí za dobu jejího užívání. Kladná hodnota vztahu ziskového účinku je vyčíslením příspěvku dané formy financování k tržní hodnotě podniku. Negativní účinek by vznikl v případě, kdyby ziskový účinek finanční páky byl menší než 1 anebo nebyla splněna podmínka vztahu / 2.4 / tzn., že úroková sazba by byla buďto větší než rentabilita aktiv nebo by zmíněná rentabilita byla mizivá v takové míře, že nebude větší než úroková sazba. U negativního účinku dochází k snižování tržní hodnoty podniku respektive k „tunelování“ podniku. Výsledná hodnota příspěvku je v procentním vyjádření a proto pro vyčíslení v absolutní hodnotě používáme metodu čisté současné hodnoty, která vyjadřuje přínos používání investice a podrobněji je popsána níže.

2.2 Čistá současná hodnota

Čistá současná hodnota (ČSH) je finanční dynamickou metodou, která slouží pro rozhodování o realizaci či zamítnutí daného projektu. Přínosy z investice vyjadřuje pomocí peněžních příjmů. Podnik se většinou dostane do situace, kdy se rozhoduje zda jeho investiční projekt má realizovat nebo ho realizovat nemá, a není schopen na základě nekvantifikovaných metod posoudit zda projekt bude efektivní nebo mu přinese vyšší náklady než výnosy plynoucí z této investice. Pro tyto účely slouží metoda čisté současné hodnoty, která zohledňuje faktor času, rizika spojené s daným investičním projektem a také schopnost měnit výši nákladů kapitálu v jednotlivých letech. Čistá současná hodnota zkoumá výnosnost projektu na základě vložených peněžních prostředků a stanoví se pomocí rozdílu mezi diskontovanými peněžními toky plynoucími z investice a kapitálovými výdaji na danou investici. Výhodou je rovněž schopnost sčítání projektu. Ta je docílena díky vlastnosti aditivity, čili možnosti sčítat jednotlivé ČSH různých investičních projektů. Nevýhodou je možnost zkreslení údajů v podobě jejich nadhodnocení v případě zvýšení životnosti projektu, jenž vede k vyšším volným peněžním tokům plynoucím z investice a tím i vyšší ČSH.

Vztah pro výpočet ČSH⁷:

$$\check{C}SH = \sum_{t=1}^T FCF_t * \frac{1}{(1 + I_k)^t} - KV \quad / 2.6 /$$

$\check{C}SH$ čistá současná hodnota

FCF_t volné peněžní toky v jednotlivých letech provozu investice

I_k náklad kapitálu

KV kapitálové výdaje

T doba životnosti projektu

t jednotlivá léta životnosti

Výsledné hodnoty je možné interpretovat takto:

1. pokud je $\check{C}SH > 0$, tento projekt je vhodný pro realizaci, jelikož zaručuje požadovanou míru výnosnosti, kterou si podnik stanovil nákladem kapitálu. Kladná hodnota ČSH zvyšuje také tržní hodnotu vlastního kapitálu podniku.
2. pokud je $\check{C}SH = 0$, pak tento projekt nepřináší žádné zvýšení hodnoty podniku, ale pokrývá požadovanou míru výnosnosti. Pro realizaci či nerealizaci se projekt posuzuje pomocí jiných kritérií.
3. pokud je $\check{C}SH < 0$, pak je tento projekt nevýhodný, jelikož nedosáhne požadované míry výnosnosti a nezvýší hodnotu podniku naopak snižuje tržní hodnotu vlastního kapitálu podniku. Projekt s negativní ČSH je nepříznivý, protože nedojde ani k navrácení vložený finančních prostředků a proto je také zamítnut.

Z hlediska výsledných hodnot můžeme konstatovat, že nejvýhodnější variantou pro podnik je projekt, který dosahuje nejvyšší čisté současné hodnoty v kladných hodnotách, a tím přispívá k růstu tržní hodnoty podniku samotného. Se zvyšováním požadované míry výnosnosti se ukazatel ČSH snižuje. Metodu ČSH se využívá zejména u projektů s obdobnou rizikovostí, velikostí kapitálových výdajů a dobou životnosti.

Komplexní čistá současná hodnota

Metoda komplexní čisté současné hodnoty je založena na tom, že do peněžních toků investičního projektu se zahrnují všechny finanční důsledky posuzovaných forem

⁷ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0.

financování tzn. úroky, splátky úmoru apod. Účinky financování se pak posuzují selektivně, a to tak, že se do peněžních příjmů zahrnují zvlášť výdaje ovlivňující zisk, které se zahrnou do peněžních toků ze samofinancování, a ostatní výdaje, které neovlivňují zisk, ty se pak zahrnou do PP jako výdaj, který je snižuje. Do kapitálových výdajů se pak zahrnují uskutečňované platby, které v daném období nejsou současně nákladem. Varianta s nejvyšší hodnotu komplexní čisté současné hodnoty je nejvýhodnější formou financování.

$$FCF_K = (T - N_{vyr} - N_{fin}) * (1 - d) + NN + / - \check{C}PK - PV + PM + / - DE \quad / 2.7 /$$

FCF_K komplexní volné peněžní toky

T tržby

N_{vyr} náklady výrobní vč. odpisů

N_{fin} náklady financování (úroky, finanční nájemné leasingu)

d daňová sazba

NN nevýdajové složky nákladů (daňové odpisy)

PV prosté výdaje (splátky úvěru, zaplacení kupní ceny)

DE daňový efekt

PM příjem z prodeje majetku

$\check{C}PK$ čistý pracovní kapitál

Zahrnutí relevantních finančních toků investice do jejích peněžních toků umožňuje posuzovat rovněž její finanční samostatnost. Investice je finančně samostatná, jestliže po celou dobu od uvedení do užívání generuje tak vydatné peněžní toky, že pokrývají i splacení cizích zdrojů, kterými byla financována. V takovém případě komplexní peněžní příjmy investičního projektu nabývají vesměs kladných hodnot. Záporná hodnota komplexního PP znamená, že v daném roce projekt vyžaduje dodatečný kapitálový vklad – IP je v navržené podobě finančně nesamostatný.

2.3 Čistá výhoda leasingu

Tato metoda je založena na srovnání čisté současné hodnoty leasingu a ČSH úvěru. Do výpočtu peněžních toků zahrnujeme všechny toky spojené s danou formou

financování. Díky tomu jsou všechny formy financování srovnatelné na základě finančních toků, které generují.

ČSH investice u financování úvěrem se vyjadřuje jako:

$$\check{C}SH_U = \sum_{t=1}^T \frac{(T_t - N_t) \cdot (1 - d) + d \cdot O_t + d \cdot U_t}{(1 + i)^t} - KV \quad / 2.8 /$$

$\check{C}SH_U$ čistá současná hodnota u financování úvěrem

T_t tržby generované investicí v jednotlivých letech

N_t náklady (výdaje) na výrobu v jednotlivých letech (bez odpisů)

O_t odpisy v jednotlivých letech

U_t úroky z úvěru (roční)

t jednotlivá léta životnosti investice

T doba životnosti investice

i úroková sazba úvěru

d daňová sazba

KV kapitálový výdaj

ČSH investice u financování leasingem se vyjadřuje jako:

$$\check{C}SH_L = \sum_{t=1}^T \frac{(T_t - N_t) \cdot (1 - d) - L_t \cdot (1 - d)}{(1 + i)^t} \quad / 2.9 /$$

$\check{C}SH_L$ čistá současná hodnota u financování leasingem

L_t leasingové splátky v jednotlivých letech

i úroková sazba alternativního úvěru

(ostatní symboly viz. vzorec výše / 2.8 /)

Rozdíl mezi $\check{C}SH_L$ a $\check{C}SH_U$ představuje výši čisté výhody leasingu (ČVL). Pokud je $\check{C}SH_L > \check{C}SH_U$, pak je čistá výhoda leasingu pozitivního charakteru tzn. leasing je efektivnější formou financování. V případě, že $\check{C}SH_L < \check{C}SH_U$, pak je výhodnější financování úvěrem a čistá výhoda leasingu je negativní.

$$\check{C}VL = \check{C}SH_L - \check{C}SH_U \quad / 2.10 /$$

Po dosazení vzorců / 2.8 / a / 2.9 / a následných úpravách obdržíme tento vztah:

$$\check{C}VL = KV - \frac{\sum_{t=1}^T L_t \cdot (1-d) + \sum_{t=1}^T d \cdot O_t}{[1 + i \cdot (1-d)]^t} \quad / 2.11 /$$

Nevýhodou těchto výpočtů je jejich variabilita v praxi, jelikož kvantifikace čisté výhody leasingu je složitější a náročnější a to z důvodu různých podmínek, za kterých je možno získat leasing nebo úvěr. Proto je důležité všechny tyto podmínky aplikovat a vzorečky patřičně upravit, aby se zamezilo zkresleným a nesměrodatným výpočtům a následným závěrům.

2.4 Vnitřní výnosové procento

Vnitřní výnosové procento (IRR) představuje takovou výši diskontní míry, která se vyskytuje v projektu u něhož je ukazatel čisté současné hodnoty roven 0. Tzn. že kapitálové výdaje se rovnají součtu diskontovaných peněžních toků plynoucích z investice, za dobu životnosti investice. Přijatelným projektem je pak ten, jehož IRR je vyšší než minimální výnosnost investice, kterou podnik považuje. Tato výnosnost se odvíjí od ceny podnikového kapitálu (I_k). Nejrychlejší a zároveň nejpřesnější výpočet IRR poskytuje funkce IRR (Internal Rate of Return), kterou nalezneme v tabulkovém kalkulátoru Microsoft Excel.

Vztah vnitřního výnosového procenta⁸:

$$KV = \sum_{t=1}^T FCF_t * \frac{1}{(1 + IRR)^t} \quad / 2.12 /$$

FCF_t volné peněžní toky v jednotlivých letech provozu investice

IRR vnitřní výnosové procento

KV kapitálové výdaje

T doba životnosti projektu

t jednotlivá léta životnosti

Pro podnik je výše vnitřního výnosového procenta důležitá, jelikož slouží k porovnávání investic s podobným investičním rizikem. Srovnává se výše vnitřního

⁸ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0. str. 130

výnosového procenta s výši nákladů kapitálu projektu a čím vyšší je IRR od I_k tím výhodnější projekt je. Ale v okamžiku kdy je $IRR > I_k$ se podniku vyplatí tento projekt realizovat. V případě, že je $IRR < I_k$, investiční projekt je neatraktivní a nebude se realizovat. Může nastat ještě možnost, že $IRR = I_k$, v tomto případě, se posuzují i jiné faktory, které rozhodnou o realizaci či metalizaci projektu.

Výhodou této metody je, že respektuje faktor času, vychází z finančních toků a lze srovnávat investice finanční i reálné mezi sebou. Ukazatel IRR se může srovnávat s úrokovou sazbou, jelikož představuje hodnotu projektu průměrnou mírou ročního zhodnocování. Nevýhodou je, že projekty nelze sčítat jak tomu bylo u ČSH, u projektů může dojít k jejich nadhodnocení při zvýšení doby životnosti investice a náklady kapitálu nelze v čase měnit.

2.5 Doba návratnosti

Doba návratnosti je vyjádřená časovou hodnotou, která představuje počet let, za kterou je kapitálový výdaj splacen pomocí peněžních příjmů plynoucích z investice. Rozlišujeme dobu návratnosti diskontovanou, která respektuje faktor času, a dobu návratnosti nediskontovanou, která nerespektuje faktor času. Výhodou této metody je snadná srovnatelnost mezi projekty a možnost měnit náklady kapitálu v čase u diskontované doby návratnosti a také fakt, že při výpočtu se bere v úvahu peněžní toky investice. Nevýhodou je, že tyto peněžní toky jsou zohledňovány pouze do výše splacení projektu čili do doby její návratnosti a tudíž se již nekalkuluje s peněžními toky, které investice přináší i po době úhrady. U této metody projekty nelze sčítat. Čím je doba návratnosti kratší, tím lepší je projekt pro případnou realizaci jelikož kratší doba návratnosti má příznivý vliv na likviditu investičního projektu a také jeho výnosnost. Krátká doba návratnosti přináší i menší riziko a stanovená doba návratnosti je přesnější. Při rozhodování zda projekt realizovat či nerealizovat se přihlíží k tomu zda je doba návratnosti je menší než maximální doba pro investiční projekty podobného charakteru. Doba návratnosti je v praxi využívána zejména u hodnocení krátkodobých investičních projektů. U dlouhodobých projektů plní prostá doba návratnosti funkci zjištění její finanční samostatnosti, a to pomocí vztahu níže, který srovnává kapitálové výdaje s příjmy které investice generuje a doba návratnosti představuje moment, ve kterém jsou KV plně pokryty příjmy z investice.

Vztah představující prostou dobu návratnosti⁹:

$$KV = \sum_{t=1}^{DN} FCF_t \quad / 2.13 /$$

FCF_t *volné peněžní toky v jednotlivých letech provozu investice*

KV *kapitálové výdaje*

DN *doba návratnosti*

t *jednotlivá léta životnosti*

⁹ DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0. str. 130-131

3 Volba financování vybrané reálné investice

3.1 Současná hodnota peněžních prostředků

Současná hodnota peněžních prostředků (Present Value) je jakýmsi převodem všech peněžních toků na hodnoty současné. Tyto peněžní toky mají pak společnou základnu a jsme schopni je porovnávat a sčítat. Důvodem propočtu na současnou hodnotu je ten, že peněžní prostředky vlastněné dnes mají větší hodnotu, než ta stejná výše peněžních prostředků vlastněných v budoucnu. Proto je SH důležitou informací a kritériem rozhodování u dlouhodobého financování. Peněžní toky v podobě výdajů či daňových úspor se tvoří u dlouhodobého financování v různých časových úsecích, a proto je zde nutnost jejich převodu diskontováním na společnou základnu a tou je současná hodnota PP.

Pro výpočet současné hodnoty PP, se využívá metody diskontování pomocí diskontního faktoru, který převádí budoucí hodnoty na hodnoty současné.

$$\text{diskontní faktor} = \frac{1}{(1 + I_k)^t} \quad / 3.1/$$

I_k *cena kapitálu podniku v %*

t *počet období úročení*

Pro diskontování peněžních toků použiji v této bakalářské práci sazbu ceny kapitálu podniku ve výši: $I_k = 10 \%$.

Tab. 3.1 Diskontní faktor roční

Období	Diskontní faktor
12/07	1,000000
12/08	0,909091
12/09	0,826446
12/10	0,751315
12/11	0,683013
12/12	0,620921
12/13	0,564474

Tab. 3.2 *Diskontní faktor za pololetí*

Období	Diskontní faktor
12/07	1,000000
6/08	0,952381
12/08	0,907029
6/09	0,863838
12/09	0,822702
6/10	0,783526
12/10	0,746215
6/11	0,710681
12/11	0,676839
6/12	0,644609
12/12	0,613913
6/13	0,584679
12/13	0,556837

V tabulce 3.1 jsou uvedeny diskontní faktory za jednotlivá pololetí, které jsou použity u výpočtů s pololetní časovou řadou u hotovostního, leasingového a úvěrového financování. Tabulka 3.2 představuje diskontní faktory roční použité u výpočtů s roční časovou řadou.

3.2 Odpisy

Dle zákona o daních z příjmu se výrobní zařízení pro výrobu nápojů zařazuje do 2. odpisové skupiny s 5letou dobou odpisování. Pořizovací cena majetku je 12 000 000 Kč. Podnik je prvním majitelem výrobního zařízení, ale rozhodl se pro neuplatnění zvýšené sazby v prvním roce odpisování o 10%. Výše účetních odpisů si podnik stanovil na stejnou výši jako výše odpisů daňových.

Rovnoměrné odpisy

U rovnoměrného odpisování je sazba v prvním roce 11, v dalších letech pak 22,25. Výpočet rovnoměrného odpisu v prvním roce se řídí dle vzorce / 1.14 /, v následujících letech jsou výpočty provedeny dle vzorce / 1.15 /.

Tab. 3.3 *Rovnoměrné roční odpisy (Kč)*

Období	Odpis
12/07	-
12/08	1 320 000
12/09	2 670 000
12/10	2 670 000
12/11	2 670 000
12/12	2 670 000
12/13	0

Suma odpisů za období 2008 – 2012 je rovna 12 000 000 Kč, což znamená že za toto období je majetek plně odepsán.

Zrychlené odpisy

U zrychleného odpisování je koeficient v prvním roce 5, v dalších letech pak 6. Výpočet zrychleného odpisu v prvním roce se řídí dle vzorce/ 1.12 /, v následujících letech jsou výpočty provedeny dle vzorce / 1.13 /.

Tab. 3.4 *Zrychlené roční odpisy (Kč)*

Období	Odpis
12/07	-
12/08	2 400 000
12/09	3 840 000
12/10	2 880 000
12/11	1 920 000
12/12	960 000
12/13	0

Suma odpisů za období 2008 – 2012 je rovna 12 000 000 Kč, což znamená, že za toto období je majetek plně odepsán.

3.3 Hotovostní financování investice

Hotovostním financováním rozumíme nákup investičního majetku za plnou kupní cenu a to jednorázovou platbou. Po zaplacení kupní ceny se stává podnik majitelem investičního majetku a má právo s ním nakládat dle vlastní libosti. Zařadí si jej do svého obchodního majetku ve výši pořizovací ceny. Podnik může tento majetek odpisovat a tím přenášet pořizovací hodnotu majetku postupně do nákladů až do úplného

odepsání. Z odpisů mu plyne také daňová úspora, která sníží základ daně ze zisku podniku.

Podniku vznikne peněžní tok ve formě výdaje na nákup výrobního zařízení ve výši 12 000 000 Kč. Dalším relevantním tokem budou daňové úspory z odpisů, které se vypočtou na základě vzorce úrokového daňového štítu / 2.1 /. Následně tyto daňové úspory diskontujeme s použitím diskontu z tab.3.1.

Tab. 3.5 Daňová úspora z odpisů zrychlených za jednotlivé roky (Kč)

Období	Daňová úspora	Diskontovaná DÚ
12/07	0	0
12/08	504 000	458 182
12/09	806 400	666 446
12/10	604 800	454 395
12/11	403 200	275 391
12/12	201 600	125 178
Celkem	2 520 000	1 979 592

Tabulka 3.6 Daňová úspora z odpisů rovnoměrných za jednotlivé roky (Kč)

Období	Daňová úspora	Diskontovaná DÚ
12/07	0	0
12/08	277 200	252 000
12/09	560 700	463 388
12/10	560 700	421 262
12/11	560 700	382 966
12/12	560 700	348 151
Celkem	2 520 000	1 867 767

Z tabulky č.3.6 je patrné, že daňová úspora z odpisů je s výjimkou prvního roku rovnoměrná na rozdíl od daňové úspory, kterou představuje tabulka č.3.5, kde jsou v prvních letech odpisování vysoké daňové úspory, které s během let klesají. Výhodou využití zrychlených odpisů je možnost v prvních letech odpisování uplatnit větší náklady v podobě odpisů a tím si snížit základ daně. Ale jak je možné vidět z tabulek č.3.5 a 3.6, tak daňová úspora z odpisů je v případě rovnoměrných a zrychlených odpisů vždy stejná. Ovšem z hlediska financování jsou důležité diskontované daňové úspory, jelikož jsou vyjádřeny v čisté současné hodnotě a tudíž je můžeme srovnávat. Porovnáním diskontované daňové úspory z rovnoměrných odpisů, která činí 1 867 767 Kč a úspory ze zrychleného odpisování, jejíž výše je 1 979 592 Kč, je jasné, že výhodnější je z hlediska současných hodnot je využití zrychlených odpisů, které generují větší daňové úspory.

Výpočet současné hodnoty relevantních finančních toků při hotovostním financování s rozdělením na použité metody odpisování (rovnoměrné a zrychlené odpisy) je znázorněn v tabulkách v příloze č.1.

3.4 Úvěrové financování investice

Úvěrové financování investičního majetku znamená nákup tohoto majetku za plnou kupní cenu, přičemž prostředky použity pro nákup podnik získá z bankovního či dodavatelského úvěru. Zakoupený majetek si podnik vloží do svého obchodního majetku v pořizovací ceně a může jej odpisovat. Z odpisů podniku plynou daňové úspory, které jsou ve stejné výši jako u hotovostního financování a jelikož bylo zjištěno, že výhodnější je použití zrychlených odpisů, tak budou v následujících variantách využívány pouze odpisy zrychlené jejichž celková hodnota za 5leté období odpisování činí 1 979 592 Kč.

Znaky úvěru

- celková výše úvěru je na částku 12 000 000 Kč,
- doba splatnosti úvěru je 5 let,
- podnik se rozhoduje mezi 9 % úrokovou sazbou s jednoročním odkladem splacení úvěru a 7 % úrokovou sazbou bez odkladu splacení,
- podnik zvažuje zda úvěr splácet jednou ročně nebo pololetně,
- úmor je vypočten pomocí rovnoměrné metody dle příslušného vzorce / 1.4 /,
- úroky jsou vypočteny dle vzorce / 1.5/.

Varianta A

Tato varianta předpokládá 7 % úrokovou sazbu a je splacena ihned, tudíž nevzniká odklad splátek.

Tab. 3.7 Daňová úspora z úroků - roční (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
12/08	176 400	160 364
12/09	141 120	116 628
12/10	105 840	79 519
12/11	70 560	48 193
12/12	35 280	21 906
Celkem	529 200	426 610

Výhodou financování pomocí úvěru, je že podniku plynou daňové úspory nejen z odpisů ale i z placených úroků, které jsou nákladem podniku za cizí kapitál.

Tab. 3.8 Daňová úspora z úroků – pololetní (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
6/08	88 200	84 000
12/08	79 380	72 000
6/09	70 560	60 952
12/09	61 740	50 794
6/10	52 920	41 464
12/10	44 100	32 908
6/11	35 280	25 073
12/11	26 460	17 909
6/12	17 640	11 371
12/12	8 820	5 415
Celkem	485 100	401 886

Jak je vidět z tabulek výše, tak splacení úvěru má vliv na daňové úspory. U pololetního splácení dochází k rychlejšímu snižování výše úroků, což má za následek snížení daňové úspory plynoucí z úroků. Rozdíl v daňových úsporách mezi ročním a pololetním splacením pak činí 24 724 Kč. Proto se také z hlediska daňových úspor jeví jako výhodnější roční splacení úvěru.

Výpočet současné hodnoty relevantních finančních toků u varianty A úvěrového financování s rozdělením na použité metody odpisování (rovnoměrné a zrychlené odpisy) a interval splacení úvěru (roční a pololetní) je znázorněn v tabulkách v příloze č.2 a 3.

Varianta B

Tato varianta předpokládá 9 % úrokovou sazbu a je splacena o rok později, tudíž ji vzniká jednorocní odklad splátek.

Tab. 3.9 Daňová úspora z úroků – roční (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
12/08	226 800	206 182
12/09	226 800	187 438
12/10	181 440	136 319
12/11	136 080	92 944
12/12	90 720	56 330
12/13	45 360	25 605
Celkem	907 200	704 817

Tab. 3.10 Daňová úspora z úroků – pololetní (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
6/08	113 400	108 000
12/08	113 400	102 857
6/09	113 400	97 959
12/09	102 060	83 965
6/10	90 720	71 081
12/10	79 380	59 235
6/11	68 040	48 355
12/11	56 700	38 377
6/12	45 360	29 239
12/12	34 020	20 885
6/13	22 680	13 261
12/13	11 340	6 315
Celkem	816 480	679 529

U této varianty je zřejmé, že o 2 % zvýšená úroková sazba má silný vliv na zvýšení úroků a daňové úspory z ní plynoucí. Zvýšení daňové úspory podporuje odklad splacení úvěru o jeden krok, který je u této varianty využit. Z porovnání mezi pololetním a ročním splacením úvěru můžeme opět potvrdit, že roční splacení úvěru je výhodnější, jelikož z hlediska daňových úspor generuje jejich větší objem.

Výpočet současné hodnoty relevantních finančních toků u varianty B úvěrového financování s rozdělením na použité metody odpisování (rovnoměrné a zrychlené odpisy) a interval splacení úvěru (roční a pololetní) je znázorněn v tabulkách v příloze č.4 a 5.

3.5 Leasingové financování investice

Při financování finančním leasingem podnik není majitelem pořizovaného majetku a tudíž si nemůže uplatnit do nákladů odpisy a nevznikne mu daňová úspora z odpisů. Podnik dostane majetek do užívání a splácí nájemné včetně úroků. Z finančního nájemného si může podnik uplatnit daňovou úsporu. Ta se počítá obdobně jako výpočet úrokového daňového štítu nebo daňové úspory z odpisů / 2.1 /.

Znaky leasingu

- doba trvání leasingu je 5 let,
- pořizovací cena majetku 12 000 000 Kč,
- kupní cena ve výši 10 000 Kč,
- daňová sazba 21 %,
- úroková sazba leasingové společnosti 9 %,
- cena kapitálu podniku 10 %,
- splátky leasingu jsou pololetní,
- varianta A - první zvýšená splátka ve výši 25 %,
- varianta B - první zvýšená splátka ve výši 15 %.

S financováním pomocí finančního leasingu jsou spojeny tyto PT – varianta A:

- první zvýšená splátka ve výši 3 000 000 Kč,
- pravidelné pololetní splátky nájemného ve výši 1 136 596 Kč,
- úhrada kupní ceny ve výši 10 000 Kč.

U této varianty vzniká podniku každé pololetí úspora z finančního nájemného ve výši 301 895 Kč. Celková úspora z FN je pak 3 018 951 Kč. Výše diskontované úspory z FN je však rozhodující pro srovnání s ostatními formami financování. Výše diskontovaných daňových úspor z leasingu jsou zobrazeny v tabulce níže a jejich celková výše činí 2 331 154 Kč.

Tab. 3.11 Daňová úspora z leasingu – varianta A - pololetní (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
6/08	301 895	287 519
12/08	301 895	273 828
6/09	301 895	260 788
12/09	301 895	248 370
6/10	301 895	236 543
12/10	301 895	225 279
6/11	301 895	214 551
12/11	301 895	204 334
6/12	301 895	194 604
12/12	301 895	185 337
Celkem	3 018 951	2 331 154

S financováním pomocí finančního leasingu jsou spojeny tyto PT – varianta B:

- první zvýšená splátka ve výši 1 800 000 Kč,
- pravidelné pololetní splátky nájemného ve výši 1 288 250 Kč,
- úhrada kupní ceny ve výši 10 000 Kč.

U této varianty vzniká podniku každé pololetí úspora z finančního nájemného ve výši 308 543 Kč. Celková úspora z FN je pak 3 085 426 Kč. Pro účely srovnání se však bere v potaz pouze diskontovaná daňová úspora a ta je u této varianty ve výši 2 382 484 Kč.

Tab. 3.12 Daňová úspora z leasingu – varianta B - pololetní (Kč)

Období	Daňová úspora z úroků	DÚ diskontovaná
6/08	308 543	293 850
12/08	308 543	279 857
6/09	308 543	266 531
12/09	308 543	253 839
6/10	308 543	241 751
12/10	308 543	230 239
6/11	308 543	219 275
12/11	308 543	208 834
6/12	308 543	198 889
12/12	308 543	189 418
Celkem	3 085 425	2 382 484

Jak je patrné z tab.3.11 a tab.3.12, tak z hlediska daňových úspor je výhodnější varianta B, která generuje větší daňové úspory z FN než varianta A.

Výpočet současné hodnoty relevantních finančních toků při leasingovém financování s rozdělením na varianty A a B, které mají různou výši první zvýšené splátky, je znázorněn v tabulkách v příloze č.6 a 7.

3.6 Srovnání jednotlivých variant financování za 5letý horizont

Z hlediska 5letého horizontu posuzování výhodnosti mezi jednotlivými formami financování zjišťujeme z přílohy č. 8, že nejvýhodnější formou financování se v tomto případě jeví úvěr s 9 % úvěrovou sazbou a jedním rokem odkladu splátky. Tato varianta úvěru zaujímá první čtyři příčky nejnižších současných hodnot. Investice generuje také nejvyšší výši daňové úspory. Konkrétně u pololetních splátek činí daňová úspora, ve které jsou zahrnuty úspory úrokové a také z odpisů, činí 2 639 545 Kč a u ročního

splacení je ve výši 2 658 804 Kč. Nejvýhodnější variantou je pak využití zrychleného odpisování a ročních splátek úvěru. V tom případě bude výše současné hodnoty rovna 7 491 612 Kč. Jelikož jsme u hotovostního financování porovnávali varianty s rovnoměrnými a zrychlenými odpisy, tak v zásadě platí pravidlo, že výhodnější bývají vždy ty varianty s odpisy zrychlenými a proto o rovnoměrných odpisech uvažovat nebudeme. V příloze č.8, kde se nachází tabulka s pořadím výhodnosti jednotlivých forem financování tento jev můžeme pozorovat u všech variant financování. Z forem financování se na druhém místě výhodnosti umístil opět úvěr, tentokrát bez odložených splátek a s 7 % úrokovou sazbou. Nejlepší variantou z této řady je opět ta s využitím zrychlených odpisů a ročním splacením úvěru s výslednou současnou hodnotou 8 723 164 Kč. Obě varianty leasingového financování s 15 % a 25 % zvýšenou vstupní splátkou se umístily na 3. místě výhodnosti mezi jednotlivými formami financování, přičemž varianta B dosahuje lepší současné hodnoty a také generuje vyšší daňovou úsporu. Nejhůře z hlediska současné hodnoty dopadlo hotovostní financování. Financování za hotové s rovnoměrným odpisováním dosáhlo současné hodnoty 10 132 233 Kč a vygenerovalo daňovou úsporu ve výši 1 867 767 Kč. Varianta se zrychleným odpisováním dosáhla daňové úspory ve výši 1 979 592 Kč a měla nižší současnou hodnotu, a to ve výši 10 020 408 Kč.

3.7 Srovnání jednotlivých variant financování za 6letý horizont

Z hlediska 6letého horizontu posuzování výhodnosti jednotlivých forem financování je patrné z přílohy č.8, že nejvýhodnější variantou financování je pomocí využití úvěru. Konkrétně v našem případě varianty A, čili úvěru se 7 % úrokovou sazbou bez odkladu splátek a s ročním splácením úvěru. U metody bylo využito zrychleného odpisování. Tato varianta generovala nejnižší současnou hodnotu ze všech zkoumaných. Výše daňové úspory činila 2 406 202 Kč a výše současné hodnoty 8 723 164 Kč. Daňové úspory se skládají v tomto případě ze dvou složek, a to daňové úspory z odpisů a daňové úspory z úroků. Tyto položky mají bezesporu na výši současné hodnoty největší podíl, jelikož ji snižují. Rozdíl mezi touto variantou, u které se úvěr splácí ročně, a variantou s pololetními splátkami není velký, avšak z důvodu rychlejšího splácení úvěru se snižuje výše úroků a tím i daňová úspora, která je o

24 724 Kč nižší než u ročního splacení. Výše současné hodnoty u této varianty je o 86 227 Kč nižší než u varianty s pololetním splacením.

Druhou nejlepší formou financování je opět financování úvěrem, tentokrát s využitím 9 % úrokové sazby a jednorročním odkladem splátek. V 5letém srovnání tato varianta dosahovala nejlepších výsledků, ale jelikož došlo k jednoletému odkladu splátek, tak byla tato forma financování plně využita teprve s ukončením 6 roku trvání investice. Nejlepší variantou tohoto úvěru byla s využitím zrychlených odpisů a ročním splacením úvěru s konečnou současnou hodnotou ve výši 8 942 671 Kč a daňovou úsporou 2 684 409 Kč, která je nejvyšší ze všech posuzovaných variant. Financování leasingem a za hotové měly stejné výsledky jako v předchozím 5letém srovnání.

Závěr

Cílem bakalářské práce bylo zanalyzovat a srovnat efektivnost vybraných forem financování z hlediska tvorby hodnoty. V potaz bylo bráno financování pomocí úvěru, leasingu a hotovosti, přičemž jednotlivé formy se dělily ještě na varianty, dle příslušných finančních podmínek, jenž si podnik stanovil.

V praktické části bylo využito současné hodnoty relevantních finančních toků, která má nejlepší vypovídací schopnost u rozhodování na základě přidané tržní hodnoty pro podnik, jelikož dle její výše lze zjistit výši přírůstku hodnoty podniku.

Z hlediska 5letého i 6letého horizontu se jako nejlepší variantou financování výrobního zařízení jevil bankovní úvěr s využitím zrychlené metody odpisování a ročním splacením úvěru.

V 5letém srovnávacím horizontu byl nejúspěšnější úvěr s 9 % úrokovou sazbou a jednorocním odkladem splacení úvěru. Tato varianta byla jediná, která v šestém roce vykazovala finanční toky, jelikož v případě hotovostního financování byly pouze dva toky, a to při placení kupní ceny a dále daňová úspora z odpisů, která byla generována po celých 5 let. Leasing byl poskytnut pouze na dobu 5 let, takže daňové úspory z FN a splátky leasingu byly rovněž v pátém roce ukončeny. Úvěr byl také poskytnut na 5 let a proto ve variantě bez odkladu splátek došlo k ukončení plynoucích finančních toků, jelikož splátky úvěru byly po 5 letech plně splaceny a DÚ z odpisů a úroků se netvořily.

Z hlediska 6letého horizontu došlo ke změně, jelikož u všech zmíněných forem financování kromě úvěru s odkladem nedošlo ke změně v struktuře finančních toků avýše čisté současné hodnoty byla zachována. Naopak u úvěru s odkladem splátek došlo k zvýšení finančních toků o splátky úvěru a daňovou úsporu z FN. Tento fakt měl za následek zvýšení SH a přesun v žebříčku výhodnosti, kdy varianta A úvěrového financování dosáhla nejnižší hodnoty SH a stala se nejvýhodnější formou pro financování investice.

Pro nejefektivnější výběr financování je však nutné shromáždit co největší množství dostupných informací, které by mohly mít na volbu způsobu financování vliv a v konkrétních podmínkách je aplikovat. Zejména se jedná o dostupnost konkrétních

forem financování a časovou a finanční náročnost spojenou s jejich využitím. Neméně důležité je i použití metody výpočtů, jelikož v praxi existuje celá řada metod, ale za obecně nej přesnější se považuje metodu ČSH, díky které lze srovnat formy financování a vybrat tu nejefektivnější a také zjistit zda je projekt výhodný z hlediska tvorby přírůstku hodnoty podniku. V neposlední řadě by podnik měl dbát na to, aby pořídil kvalitní výrobní zařízení, které bude efektivně plnit funkce jenž se od něj očekávají.

Na základě těchto skutečností lze konstatovat, že cíl bakalářské práce byl splněn, jelikož provedením hodnotové analýzy došlo k srovnání jednotlivých forem financování a s ohledem na čas vybrána nejvýhodnější forma, která podniku přinese největší užitek v podobě přírůstku hodnoty podílu.

Seznam použité literatury

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress 2006. ISBN 80-86119-58-0.

FOTR, J. *Strategické finanční plánování*. 1. vydání. Praha : Grada, 1999 ISBN 80-7169-694-3.

FOTR, J. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. Praha: Grada 1999. ISBN 80-7169-812-1.

MÁČE, M. *Finanční analýza investičních projektů*. Praha: GRADA Publishing, 2006. ISBN 80-247-1557-0

RYLOVÁ, Z., TUNKROVÁ, Z., ŠULC, I., KRŮČEK, Z. *Daňové zákony 2007*. Brno: Computer Press, 2006. ISBN 80-251-1318-3.

VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1. vydání. Praha: Ekopress 2001. ISBN 80-86929-01-9.

WÖHE, G., KISLINGEROVÁ, E. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-897-2.

ZMEŠKAL, Z. A KOLEKTIV. *Finanční modely*. 2.vydání. Praha : Ekopress, 2004. ISBN 80-86119-87-4.

Seznam zkratek

A	-	aktiva / anuitní splátka
apod.	-	a podobně
atd.	-	a tak dále
CL	-	cena leasingu
CZK	-	česká koruna
ČPK	-	čistý pracovní kapitál
ČSH	-	čistá současná hodnota
ČVL	-	čistá výhoda leasingu
d	-	daňová sazba
DE	-	daňový efekt
DN	-	doba návratnosti
DÚ	-	daňová úspora
DÚ _ú	-	úrokový daňový štít
EAT	-	zisk po zdanění
EBIT	-	zisk před úroky a daněmi
EBT	-	zisk před zdaněním
FCF _K	-	komplexní volné peněžní toky
FCF _t	-	volné peněžní toky v jednotlivých letech provozu investice
FN	-	finanční nájemné
i	-	úroková sazba za jednotlivá období
I _k	-	cena kapitálu podniku v %
IP	-	investiční projekt
IRR	-	vnitřní výnosové procento
i _ú	-	úroková sazba dluhu
k	-	koeficient první zvýšené splátky
KC	-	kupní cena
KV	-	kapitálové výdaje
LK	-	leasingový koeficient
L _t	-	leasingové splátky v jednotlivých letech
m	-	počet splátek v jednom roce
M	-	konstantní úmor

M_j	- výše úmoru v j-té splátce
n	- počet splátek za celkovou dobu trvání leasingu
N_{fin}	- náklady financování
N_N	- nevýdajové složky nákladů
N_t	- náklady (výdaje) na výrobu v jednotlivých letech (bez odpisů)
N_{vyr}	- náklady výrobní vč. odpisů
O	- roční výše odpisů
PC	- pořizovací cena
PM	- příjem z prodeje majetku
PP	- peněžní příjmy
PS	- pravidelná splátka
PT	- peněžní tok
PTI	- peněžní tok investice
PV	- prosté výdaje
PV_A	- počáteční výše úvěru
RFT	- relevantní finanční toky
ROA	- rentabilita aktiv
ROE	- rentabilita vlastního kapitálu
SH	- současná hodnota
s_j	- odpisová sazba v prvním roce odpisování
t	- počet let odpisování
T	- tržby / doba životnosti projektu
$tzn.$	- to znamená
$tzv.$	- tak zvané
$ú$	- výše úroku (v Kč)
u_j	- výše úroku v j-té splátce
U_t	- úroky z úvěru (roční)
VC	- vstupní cena
VK	- vlastní kapitál
ZC	- zůstatková cena
ZS	- první zvýšená splátka
$ZÚFP$	- ziskový účinek finanční páky

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- byl(a) jsem seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- беру на vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové (bakalářské) práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové (bakalářské) práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové (bakalářské) práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou (bakalářskou) práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....

Michal Mazur

Adresa trvalého pobytu studenta:

Konská č. 12, 739 61 Třinec, okr. Frýdek-Místek

Seznam příloh

- Příloha č.1** *SH RFT u hotovostního financování – roční – rovnoměrné a zrychlené odpisování*
- Příloha č.2** *SH RFT u úvěrového financování – Varianta A – roční*
- Příloha č.3** *SH RFT u úvěrového financování – Varianta A – pololetní*
- Příloha č.4** *SH RFT u úvěrového financování – Varianta B – roční*
- Příloha č.5** *SH RFT u úvěrového financování – Varianta B – pololetní*
- Příloha č.6** *SH RFT u leasingového financování – Varianta A – pololetní*
- Příloha č.7** *SH RFT u leasingového financování – Varianta B – pololetní*
- Příloha č.8** Pořadí výhodnosti jednotlivých forem financování za pětiletý a šestiletý horizont